

三特索道 (002159)

武汉国资理顺机制，新增项目赋能成长

买入 (首次)

2026 年 05 月 19 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书: S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

证券分析师 杜玥莹

执业证书: S0600526040001

duyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	692.47	638.40	679.34	737.49	871.33
同比 (%)	(3.69)	(7.81)	6.41	8.56	18.15
归母净利润 (百万元)	141.98	143.35	176.36	199.79	244.64
同比 (%)	11.34	0.96	23.03	13.28	22.45
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.80	0.81	0.99	1.13	1.38
P/E (现价&最新摊薄)	19.94	19.75	16.05	14.17	11.57

投资要点

- **索道领域全国龙头，多元化布局旅游开发运营：**公司成立于 1989 年，1995 年确立客运索道为主导产业，2007 年 IPO 上市。公司项目布局华山、梵净山、海南猴岛、珠海、庐山、千岛湖等核心景区，覆盖 8 个省（自治区），打造以索道为主的景区交通、以自然资源为主的观光、体验参与和住宿商服类等多元产品体系。2025 年公司实现营业收入 6.38 亿元，同比-7.8%，其中索道运营/景区门票/酒店餐饮/其他业务收入占比分别为 80.1%/13.8%/1.3%/4.9%，索道运营毛利润占比超 9 成。
- **核心项目盈利稳健，改造+新项目贡献增量：**2025 年公司旗下 7 个盈利项目合计接待游客 775.24 万人次，占整体的 96.4%；营收达到 6.14 亿元，占整体的 96.0%；贡献净利润 2.60 亿元，占归母净利润的 118.6%，其中 2025 年梵净山/华山/珠海/猴岛/庐山/千岛湖项目（子公司）净利润分别为 1.30/0.34/0.34/0.25/0.24/0.10 亿元。参考珠海项目改造提升客流和盈利能力，公司推进庐山和猴岛项目核心索道更新改造；同时稳步推进千岛湖牧心谷项目建设，预计投运后平均年收入为 1.54 亿元，平均年净利润 0.47 亿元，未来积极寻找有潜力的索道项目和资源标的。
- **证监局处罚落地，武汉国资赋能成长：**公司通过转让股权等方式逐步剥离部分亏损资产，资产负债率从 2017 年的 67.49%持续降低至 2025 年的 20.02%。2023 年 6 月，高科集团及其一致行动人通过协议转让合计持股比例增至 21.05%，重新成为公司控股股东，实控人变更为武汉东湖高新区管委会，此后持续增持股份，截至 2025 年底，高科集团及一致行动人合计持股比例为 23.77%。2026 年 3 月 27 日，公司及相关责任人收到湖北证监局《行政处罚事先告知书》，当代系风险释放，公司全面聚焦经营发展。
- **盈利预测与投资评级：**三特索道作为全国索道投资运营龙头，核心项目运营成熟盈利稳健。武汉国资理顺管理机制，公司持续推进存量项目改造和新项目建设，降本增效下释放业绩增量。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润为 1.76/2.00/2.45 亿元，对应 PE 为 16/14/12 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动，新项目落地进度不及预期，自然灾害和极端天气影响经营等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.97
一年最低/最高价	14.35/21.62
市净率(倍)	1.91
流通 A 股市值(百万元)	2,211.41
总市值(百万元)	2,831.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.35
资产负债率(% ,LF)	18.62
总股本(百万股)	177.30
流通 A 股(百万股)	138.47

相关研究

《三特索道(002159):【东吴社服 汤军】三特索道:资源整合助力 Q1 减亏,多项举措催化业绩释放-20180501》

2018-05-01

《三特索道(002159):三特索道:短期业绩承压,拟发行 ABS 融资 8 亿元》

2017-08-23

内容目录

1. 公司概况：索道领域龙头企业，多元化布局旅游开发运营	4
1.1. 发展历程：深耕索道三十载，布局全国文旅市场	4
1.2. 业务模式：景区索道运营为核心，全产业链布局提升盈利韧性	5
2. 公司看点：改造和新项目贡献增量，武汉国资赋能成长	9
2.1. 公司核心项目盈利稳健，改造+新项目贡献增量	9
2.2. 证监局处罚落地，武汉国资赋能成长	14
3. 财务分析	16
4. 盈利预测及投资建议	17
4.1. 盈利预测	17
4.2. 投资建议	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1:	梵净山索道.....	4
图 2:	华山索道.....	4
图 3:	三特索道公司发展历程.....	5
图 4:	2018-2025 年公司分业务营收结构（亿元）	5
图 5:	2018-2025 年公司分业务毛利润结构（亿元）	5
图 6:	公司旗下主要索道项目.....	6
图 7:	公司旗下主要项目收入（百万元）	7
图 8:	公司旗下主要项目净利润（百万元）	7
图 9:	公司旗下主要项目客流（万人/次）	8
图 10:	公司旗下主要项目客单（元/人次）	8
图 11:	公司主要产品.....	8
图 12:	公司核心盈利项目净利润拆分（百万元）	9
图 13:	贵州梵净山项目营收和净利润（百万元）	10
图 14:	贵州梵净山项目客流（万人次）及 yoy.....	10
图 15:	华山索道项目营收和净利润（百万元）	10
图 16:	华山索道项目客流（万人次）及 yoy.....	10
图 17:	华山三特索道.....	11
图 18:	千岛湖公司营收和净利润（百万元）	11
图 19:	千岛湖公司接待客流（万人次）及 yoy.....	11
图 20:	千岛湖梅峰索道、黄山尖缆车.....	12
图 21:	千岛湖牧心谷.....	12
图 22:	珠海索道公司营收和净利润（百万元）	13
图 23:	珠海索道公司客流（万人次）及客单价（元）	13
图 24:	庐山三叠泉公司营收和净利润（百万元）	13
图 25:	庐山三叠泉公司客流（万人次）及 yoy.....	13
图 26:	海南猴岛项目营收和净利润（百万元）	14
图 27:	海南猴岛项目客流（万人次）及 yoy.....	14
图 28:	公司股权结构图（截至 2025 年 12 月）	15
图 29:	公司资产负债率（%）	16
图 30:	公司资产减值损失情况（百万元）	16
图 31:	公司营业收入（亿元）与 yoy.....	16
图 32:	公司分业务毛利率.....	17
图 33:	公司期间费用率.....	17
图 34:	公司归母净利润及归母净利率.....	17
表 1:	公司股权结构演变梳理.....	14
表 2:	三特索道收入预测拆分（单位：亿元）	18
表 3:	毛利率和费用率预测.....	18
表 4:	营收和归母净利润预测.....	19
表 5:	三特索道可比公司估值（截至 2026 年 5 月 15 日）	19

1. 公司概况：索道领域龙头企业，多元化布局旅游开发运营

1.1. 发展历程：深耕索道三十载，布局全国文旅市场

全国索道投资运营龙头。公司成立于1989年，自1995年确立客运索道为主导产业以来，于2007年上市。公司先后在全国范围内投资、建设、经营了40多个文旅项目，包括陕西华山索道、贵州梵净山景区、海南陵水猴岛景区、武汉东湖海洋主题乐园、浙江千岛湖索道、江西庐山三叠泉有轨缆车、广州珠海石景山索道等一批优质项目，实现了全国跨区域连锁布局。公司目前项目布局覆盖8个省（自治区），打造以索道为主的景区交通、自然资源为主的观光、体验参与和住宿商旅类产品体系，确定了聚焦索道、拓展景区的发展路径。

图1：梵净山索道



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图2：华山索道



数据来源：公司官方公众号，东吴证券研究所

公司自成立以来分为三个阶段：

1989-2007年：深耕索道，全国布局。公司成立于1989年，是武汉市第一批股份制改革试点的高科技企业。1995年确立客运索道为主导产业，1996年建成华山索道，1997年珠海景山索道投入营运，1999年海南猴岛跨海索道开通，2000年庐山三叠泉缆车公司成立，2002年千岛湖梅峰索道开业。2003年以来，公司业务由索道专业化领域转为向旅游业多元化发展，旗下项目包含索道、自然景区、酒店、温泉、主题乐园等多种旅游业态。2007年公司成功在深交所上市。

2008-2023年：转型发展，多元开发。2009年梵净山索道正式运营，成为核心资产。2012年崇阳浪口温泉项目投运，拓展温泉业态。2013年当代科技通过定增及增持成为第一大股东，公司转为民营控股。此后陆续将千岛湖牧心谷、东湖海洋公园等项目纳入版图，形成覆盖陕西、贵州、海南、浙江、江西、湖北、内蒙古、广东8省区的全国性网络，确立了“索道+景区+住宿”的综合开发模式。2019-2022年当代系出现资金占用问题，2022年4月全部归还。

2023年至今：国资入主，完善治理。2023年6月高科集团重获控股权，公司回归武汉高新区国资控股。2020-2025年通过资产减值与低效剥离优化资产结构，资产负债率从67%降至20%。存量项目焕新成效显著，珠海景山索道改造后收入增长约500%。目

前，公司致力于存量项目升级改造（庐山、猴岛索道翻新）及新项目梯次落地，持续提升盈利能力和市场竞争力。

图3：三特索道公司发展历程

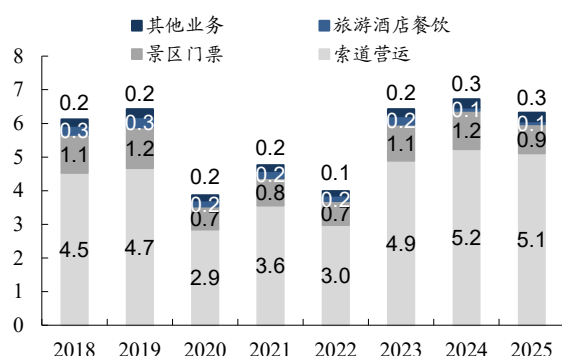


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 业务模式：景区索道运营为核心，全产业链布局提升盈利韧性

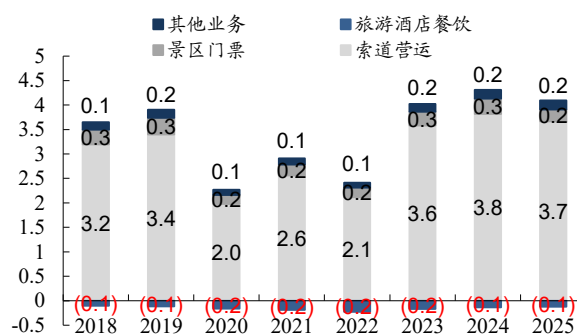
索道运营和景区门票贡献主要收入和毛利。2025 年全年公司实现营业收入 6.38 亿元，同比-7.8%，其中索道运营/景区门票/酒店餐饮/其他业务收入占比分别为 80.1%/13.8%/1.3%/4.9%。2025 年毛利润为 3.98 亿元，其中索道运营/景区门票/酒店餐饮/其他业务分别为 3.68/0.24/-0.12/0.18 亿元。索道运营和景区门票贡献主要收入和毛利。

图4：2018-2025 年公司分业务营收结构（亿元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图5：2018-2025 年公司分业务毛利润结构（亿元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

索道营运业务是公司最核心的盈利来源。公司索道业务依托稀缺景区资源投资建设、运营索道产品，公司在全国 8 个省（自治区）运营多条索道及缆车项目，主要分布于华山、梵净山、海南猴岛、珠海、庐山、千岛湖等核心景区。2025 年索道业务实现收入 5.11 亿元，同比下降 7.23%，毛利率 71.88%。

图6：公司旗下主要索道项目

主要索道	所在地	索道收费	25年客流（万人次）
陕西华山三特索道	陕西省渭南市华山景区	旺季单程80元，往返150元，淡季单程45元，往返80元。	160.52
贵州梵净山索道	贵州省铜仁市梵净山景区	单程70元，往返140元	162.03
浙江千岛湖梅峰索道及黄山尖索道	浙江省杭州市千岛湖景区	梅峰：上山35元，下山30元，往返60元。黄山尖上山30元，下山25元，往返50元。	77.24
海南猴岛跨海索道	海南省陵水县南湾猴岛生态旅游区	门票含有	89.99
江西庐山三叠泉缆车	江西省九江市庐山三叠泉景区	往返80元	73.46
湖北南漳春秋寨索道	湖北省襄阳市南漳春秋寨景区	往返95元	5.56
湖北崇阳燕子垭索道	湖北省咸宁市崇阳浪口温泉旅游区	往返50元	8.76
内蒙古大青山索道	内蒙古自治区赤峰市克什克腾旗旅游区	往返80元	13.3
广东珠海石景山索道	广东省珠海市景山公园	单程35元，往返70元。	121.04

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

梵净山索道：位于贵州铜仁世界自然遗产地梵净山，是国家 5A 级景区核心交通设施。票价方面，往返索道票约 150 元/人。2025 年接待游客 162.03 万人次，实现营业收入 2.18 亿元，净利润 1.30 亿元，净利率 59.6%。2025 年受极端天气及索道维修影响，客流同比下滑 8.3%，但下半年有所恢复，公司严格费用管控，净利润同比微降。

华山索道（北峰索道）：位于陕西华山景区，票价方面，往返索道票约 140 元/人。2025 年接待游客 160.52 万人次，实现营业收入 1.08 亿元，净利润 3434 万元，净利率约 31.7%。2025 年受陕西区域整体游客量下降以及运量限制、恶劣天气、外部道路维修影响，客流下滑拖累全年营收及利润水平。

海南猴岛跨海索道：位于海南陵水，是中国最长的跨海索道。2025 年接待游客 89.99 万人次，实现营业收入约 0.91 亿元，净利润约 2485 万元。受台风天气及项目设备电缆更换停业十余天影响，且综合出行成本相对较高，海南市场整体遇冷，客流同比-28%。

珠海景山索道：位于珠海市中心，2022 年底改造后成为城市网红地标。公司通过加强营销、精细化运营及拓展二消增收，继续保持强劲增长势头，2025 年接待游客 121.04 万人次，实现营业收入约 6638 万元，净利润约 3433 万元，净利率 52%。2025 年客流/营收/净利润同比增长 7%/4%/13%。子公司完成白海豚 IP 打造，与自有 IP“特会飞”形成 IP 矩阵，深化品牌形象，提升游玩体验。

庐山三叠泉缆车:位于江西庐山风景区,旺季运力达到瓶颈。2025 年景区天气较好,运营天数同比增加,同时 2025 年 3 月庐山景区对游客采取免票优惠政策,有效增加景区热度,2025 年接待游客 73.46 万人次,同比+8%,实现营业收入约 4319 万元,净利润约 2359 万元,同比+11%,净利率 54.6%。2025 年 4 月完成站台扩容,后续改造扩容后收入利润有望持续提升。

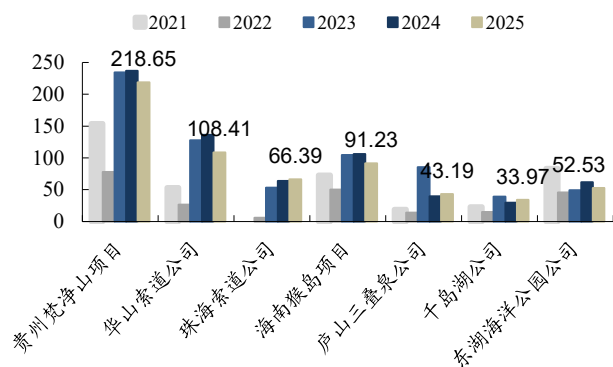
千岛湖索道(梅峰索道+黄山尖缆车):位于浙江千岛湖风景区。2025 年接待客流量 77.24 万人次,营收约 3397 万元,净利润约 983 万元。2024 年因湖区经营权变更收入下滑,2025 年,调整经营策略并加大营销力度,团客接待量显著上升。

公司旗下拥有多个核心景区运营权,并围绕自然资源和人文资源着力打造观光类产品体系,包括:海南陵水南湾猴岛生态旅游区(4A)、海南陵水呆呆岛、湖北崇阳浪口温泉旅游区、湖北南漳春秋寨景区(4A)、内蒙古克什克腾旗自驾休闲旅游区等。2025 年景区门票销售收入约 0.87 亿元,占公司总收入 13.8%,毛利率约 27.24%,同比增长 6.58%。2025 年门票收入随客流下降而有所减少。

海南猴岛公园:与跨海索道联票经营,2025 年接待游客 89.99 万人次。二次消费(餐饮、纪念品、水上运动等)占比约 30%。

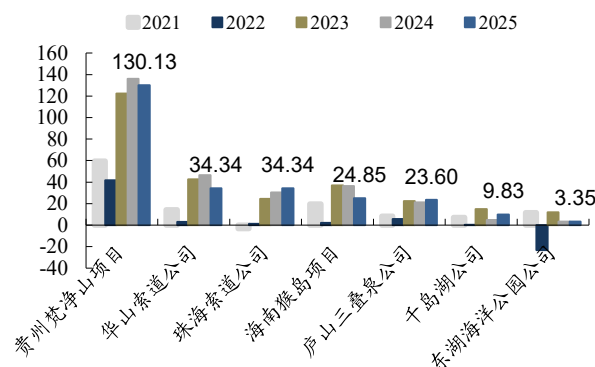
东湖海洋公园:位于武汉,受周边竞争压力较大。2025 年净利润约 334 万元,实现净利润微增,主要系重新签订租赁协议,延长了所在旅游景点的经营权租赁期限,固定资产折旧减少所致。公司计划通过小投入、合作经营等方式实现低基数增长。

图7: 公司旗下主要项目收入(百万元)



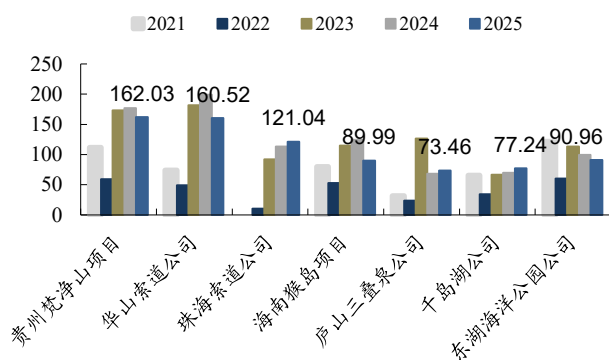
数据来源:公司公告、东吴证券研究所

图8: 公司旗下主要项目净利润(百万元)



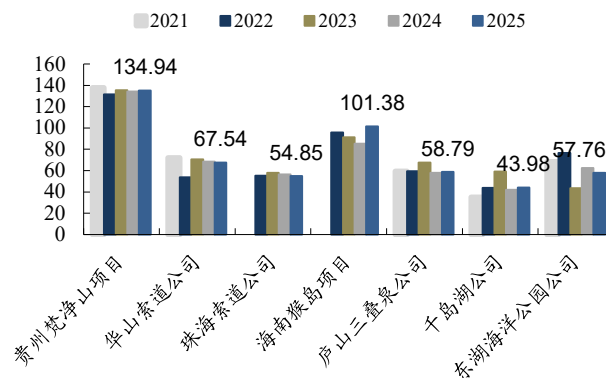
数据来源:公司公告、东吴证券研究所

图9：公司旗下主要项目客流（万人/次）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图10：公司旗下主要项目客单（元/人次）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司酒店餐饮业务主要依托崇阳浪口温泉精品酒店及景区内餐饮点。目前公司投资、建设、运营的住宿类项目包括：湖北崇阳三特浪口温泉精品酒店，浪口温泉客栈，崇阳浪口喜悦精品度假公寓、陕西华山客栈（侠文化主题酒店）、湖北南漳古寨客栈、内蒙古克什腾旗热水草原天牧小镇内的民俗酒店和温泉汤屋。2025年酒店餐饮及其他业务收入约0.82亿元，占公司总收入的1.29%。

图11：公司主要产品

产品类别	主要产品
景区交通类	陕西华山三特索道
	贵州梵净山索道
	浙江千岛湖梅峰索道及黄山尖索道
	海南猴岛跨海索道
	江西庐山三叠泉缆车
	湖北南漳春秋寨索道
	湖北崇阳燕子垭索道
	内蒙古大青山索道
	广东珠海石景山索道
	海南陵水南湾猴岛生态旅游区
观光类	海南陵水果岛
	湖北崇阳浪口温泉旅游区
	湖北南漳春秋寨景区
	内蒙古克什腾旗自驾休闲旅游区
体验参与类	崇阳三特浪口温泉项目
	克什腾旗热水草原天牧温泉小镇
	海南猴岛项目
	东湖海洋乐园
住宿类产品	崇阳三特浪口温泉精品酒店
	浪口温泉客栈
	崇阳喜悦精品度假公寓
	陕西华山客栈(侠文化主题酒店)
	湖北南漳古寨客栈
商服文创类	内蒙古黄岗梁房车营地和帐篷营地
	景区配套餐饮服务与导游服务
	珠海项目自营咖啡店
	各类文创产品

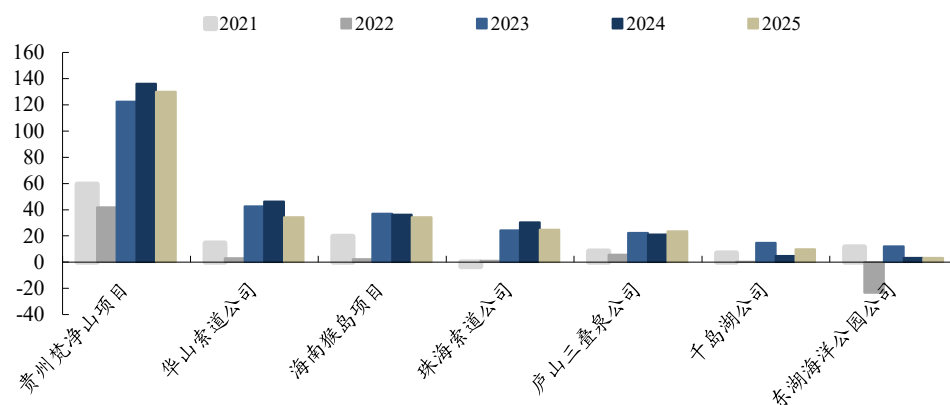
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 公司看点：改造和新项目贡献增量，武汉国资赋能成长

2.1. 公司核心项目盈利稳健，改造+新项目贡献增量

核心项目盈利相对稳健。2025 年全年公司旗下盈利项目共 7 个，亏损项目共 4 个，其中核心项目盈利稳健且利润占比高。2025 年，公司旗下 7 个核心盈利项目合计接待游客 775.24 万人次，营收收入达到 6.14 亿元，贡献净利润 2.60 亿元，同比分别为-8.9%/-8.8%/-6.4%，占比分别为 96.4%/96.0%/118.6%。

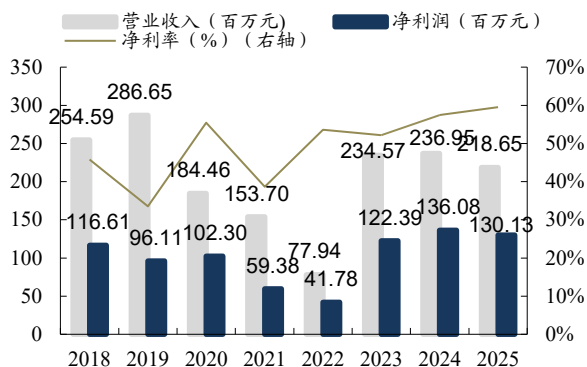
图12：公司核心盈利项目净利润拆分（百万元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

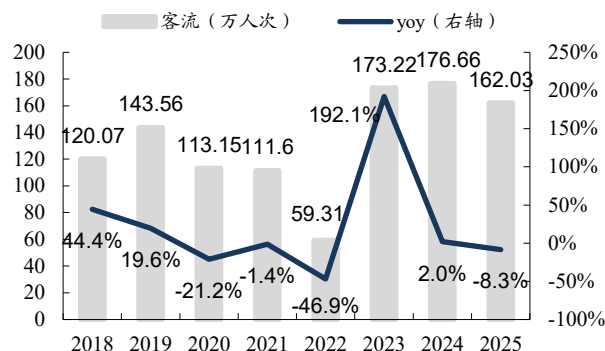
贵州梵净山项目作为三特索道核心资产，持续贡献主要利润。梵净山是国家 5A 级景区，梵净山索道全长 3411.32 米，海拔落差达 1193 米，作为世界自然遗产地内的索道项目，具备极强的资源稀缺性。梵净山项目是三特索道营收的核心支柱，2025 年实现营业收入 2.19 亿元，yoy-7.7%，净利润 1.3 亿元，yoy-4.4%，净利率达 59.5%，以公司约 34.2%的营收占比贡献了核心盈利项目 59.2%的净利润，稳居利润贡献首位。2025 年客流为 162 万人次，同比下滑 8.3%，主要受极端天气及索道维修等因素影响。公司通过精准把握文旅融合趋势，联动《哪吒 2》相关团队及达人举办国风盛会，获得亿级 IP；联手《王者荣耀》、蜜雪冰城等热门 IP，塑造年轻化形象和催化流量热度；常态化 NPC 互动演出等沉浸式体验升级；调整线上营销渠道结构；同时联动武功山、老君山、长白山率先提出山岳“四绝”品牌概念。

图13：贵州梵净山项目营收和净利润（百万元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

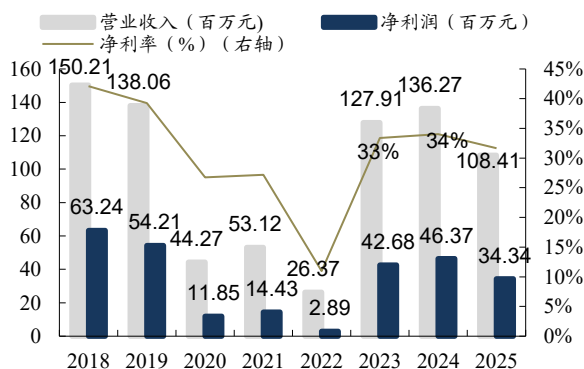
图14：贵州梵净山项目客流（万人次）及 yoy



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

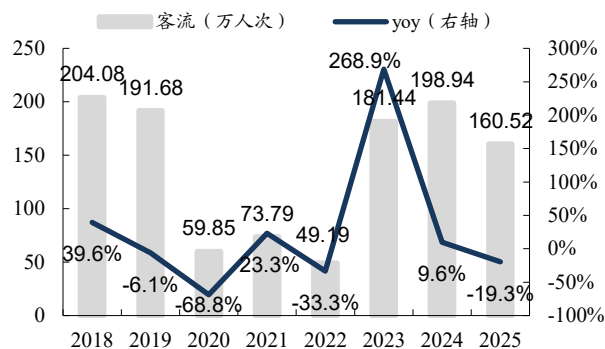
华山索道（北峰索道）依托五岳稀缺资源经营。作为“奇险天下第一山”华山的重要交通枢纽，2024年该索道项目接待游客198.94万人次，yoy+9.6%；2025年主要受陕西区域整体游客量下降及运量限制、恶劣天气、外部道路维修影响，接待游客客流量160.52万人次，yoy-13.4%；营业收入1.08亿元，yoy-20.4%；净利润0.46亿元，yoy-25.9%。公司积极推动文化元素深入，通过情景剧展演、内容种草、直播转化等全渠道方式营销宣传，有效增强文化氛围与消费者体验，积极寻求市场增量。

图15：华山索道项目营收和净利润（百万元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图16：华山索道项目客流（万人次）及 yoy



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

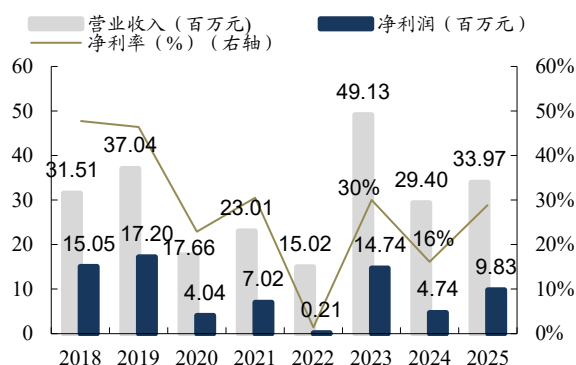
图17: 华山三特索道



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

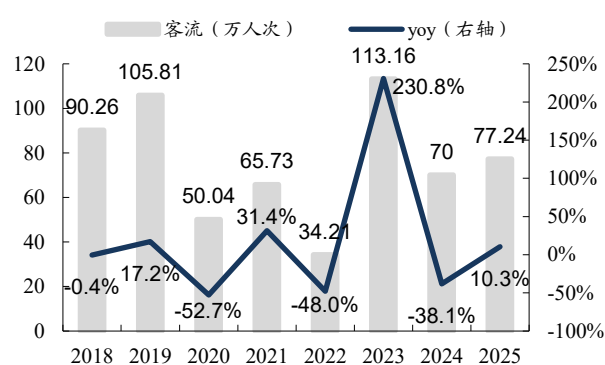
千岛湖存量索道稳健运营，营收利润恢复性增长。三特索道在千岛湖风景区内运营梅峰索道和黄山尖索道两条客运索道，2023 年接待客流量高达 113.16 万人次，恢复至 2019 年的 106.9%。2023 年公司实现营收 0.49 亿元，净利润 0.15 亿元。2024 年因景区免票优惠政策停止游客数量有所减少，接待游客 70 万人次，yoy-38.1%，实现营收 0.29 亿元，净利润 0.05 亿元；2025 年千岛湖景区运营主体调整经营策略并加大营销力度，千岛湖公司(合并)接待游客 77.24 万人次，yoy+10.3%，净利润 983.3 万元，yoy+107.6%，实现恢复性增长。

图18: 千岛湖公司营收和净利润（百万元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图19: 千岛湖公司接待客流（万人次）及 yoy



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

投资建设千岛湖牧心谷(二期项目)，探索观光游与休闲度假融合发展新路径。2021 年 3 月 4 日，公司第十一届董事会第十次临时会议审议通过了《关于投资千岛湖田野牧歌牧心谷休闲运动营地的议案》，由全资子公司杭州千岛湖三特旅业有限公司负责开发

运营。牧心谷项目总投资 3.53 亿元，建设期 2 年，投资回收期 10.45 年（包括 2 年建设期），20 年平均年收入为 1.24 亿元，平均年净利润 0.35 亿元，内部收益率为 10.78%。2024 年 9 月 4 日，公司董事会审议通过牧心谷项目调整方案，总投资额增至 3.94 亿元，将原规划的特色主题民宿、商业综合体调整为 IP 娱乐花园，部分单项进一步深化选型设计，集 IP 互动、FEC（家庭娱乐中心）、生态观光、山地运动、水上娱乐、现代农场于一体，打造生态主题乐园，更匹配当前华东区域市场需求。调整后，预计投资回收期 10.98 年（含 2 年建设期），30 年测算期内平均年收入 1.54 亿元，平均年净利润 0.47 亿元，内部收益率为 11.51%。千岛湖牧心谷项目目前正在全面建设当中，预计开业后将带来利润增量。

图20：千岛湖梅峰索道、黄山尖缆车



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

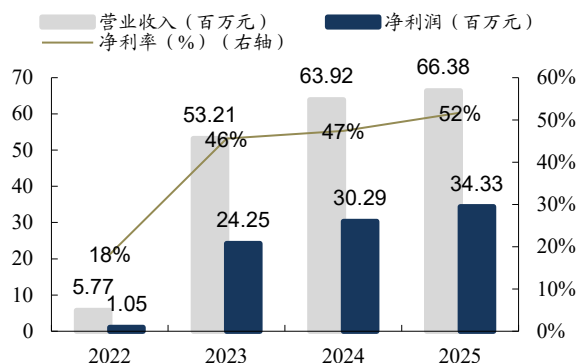
图21：千岛湖牧心谷



数据来源：携程、东吴证券研究所

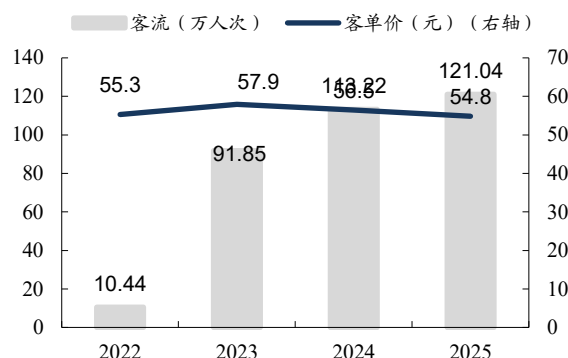
珠海项目改造完成，营收利润显著提升，增长强势。珠海景山索道、滑道所在地石景山系珠海市中心最高峰和最佳观景点，项目于 1997 年投入营运，2022 年完成一期升级改造后重新开业，从单一交通索道升级为集观光、娱乐、夜游、文创于一体的城市网红地标。2023/2024/2025 年，珠海索道公司接待客流 91.85/113.22/121.04 万人次，实现营收 0.53/0.64/0.66 亿元，净利润 0.24/0.30/0.34 亿元，项目升级改造后，收入利润得到显著提升，2025 年净利率达 52%，盈利能力较强且稳定增长。

图22: 珠海索道公司营收和净利润 (百万元)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

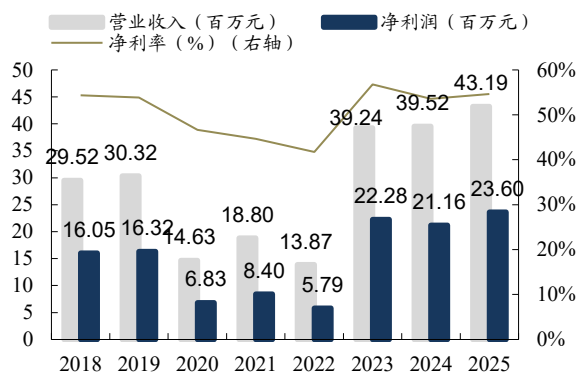
图23: 珠海索道公司客流 (万人次) 及客单价 (元)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

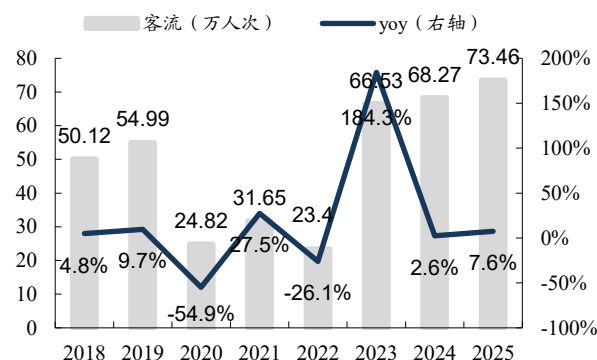
庐山和猴岛改造升级, 提升旺季接待能力。庐山三叠泉缆车是三特索道在江西庐山风景区内运营的核心项目。2024 年, 庐山项目以“庐山最美森林网红小火车”为核心 IP, 持续打造线上线下营销活动, 通过举办庐山森系夏日诗展等活动引流, 创新缆车设计, 提升品牌知名度和游客体验, 每年 3 月庐山景区免收门票, 有效增加景区热度。三叠泉缆车作为有轨缆车, 单次载客量较小, 存在一定的运力瓶颈。2025 年 4 月, 庐山风景区完成三叠泉观光车站扩建, 同步优化运行路线, 站台扩容提升了区域客流承载上限, 若三叠泉缆车完成设备更新改造, 有望承接更多客流, 释放增量空间。

图24: 庐山三叠泉公司营收和净利润 (百万元)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图25: 庐山三叠泉公司客流 (万人次) 及 yoy

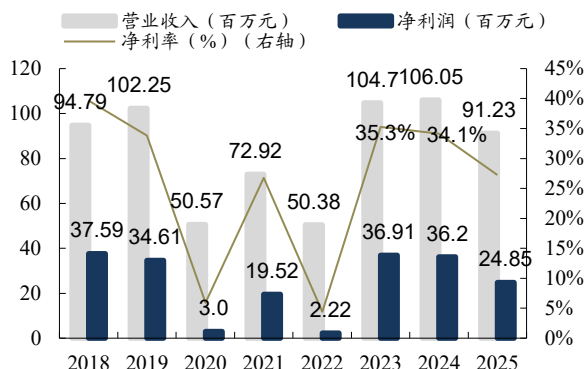


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

海南猴岛项目持续升级改造, 提升游客体验。2024 年接待游客 124.25 万人次, yoy+8.3%, 2025 年接待游客 89.99 万人次, yoy-27.6%。2023/2024/2025 年实现营业收入 1.06/1.05/0.91 亿元, 净利润 0.36/0.37/0.25 亿元。项目主要运营猴岛公园、跨海索道及呆呆岛三大板块。2024 年, 海南项目通过内部区域交通变革将猴岛公园与水上运动中心合并运营; 通过旧船改造工作推出系列水上运动产品, 优化冲浪、赶海、直升机、骑乘等项目进一步丰富了景区的产品供给; 同时创新推出全国首个沉浸式天幕秀《猴岛传奇》, 开辟夜间旅游新赛道, 有效提升项目整体客单价, 强化亲子客群在园区内的体验。2026

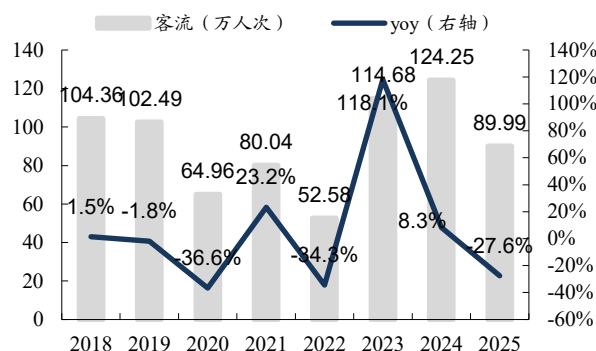
年是海南岛封关后首个完整年度，有望享受自贸港政策红利。

图26：海南猴岛项目营收和净利润（百万元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图27：海南猴岛项目客流（万人次）及 yoy



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2.2. 证监局处罚落地，武汉国资赋能成长

控股权重回武汉国资。2007年上市时，控股股东为国资背景的武汉东湖新技术开发区发展总公司，实控人为高科集团；2013年民营主体当代科技通过定增/增持成为第一大股东，实控人变更为艾路明；2019-2022年当代系出现非经营性资金占用问题；2023年2月陷入债务危机的“当代系”与高科集团签署股份转让协议转让公司14.98%股份，同时不可撤销放弃剩余股份表决权；2023年6月，股份完成过户后，高科集团及其一致行动人合计持股比例增至21.05%，重新成为公司控股股东，实控人变更为武汉东湖高新区管委会；2025年6-9月，高科集团进一步通过司法拍卖、司法划转等方式增持股份，高科集团合计持股比例提升至23.77%，巩固了第一大股东地位。

表1：公司股权结构演变梳理

时间	核心事件	控股股东	实控人
2007年8月	公司上市，公司控股股东为武汉东湖新技术开发区发展总公司，持股比例14.64%，实控人为高科集团	东湖发展（国资）	高科集团
2013年12月	当代科技及其一致行动人通过定增/增持，共持有17,79万股本，占公司总股份的14.82%，成为第一大股东	当代科技（民营）	艾路明
2019-2022年	当代系通过关联交易非经营性占用上市公司资金累计41.97亿元（未及时披露），2022年4月归还全部资金	当代城建发（民营）	艾路明
2023年2月	当代系旗下当代城建发与高科集团签署协议，转让公司14.98%股份，同时不可撤销放弃剩余股份表决权	当代城建发（民营）	艾路明
2023年6月	该笔股份完成过户，高科集团（一致行动组）合计持股比例增至21.05%，成为控股股东	高科集团（国资）	武汉东湖高新区管委会
2025年6-9月	高科集团通过司法拍卖、司法划转方式增持股份，合计持股增至23.77%（一致行动组）	高科集团（国资）	武汉东湖高新区管委会

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图28：公司股权结构图（截至 2025 年 12 月）

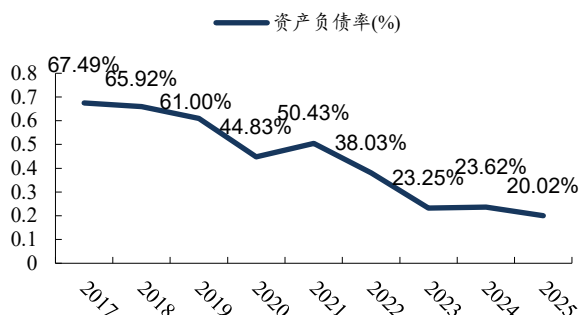


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

证监局处罚落地，全面聚焦经营发展。2026年3月27日，公司及相关责任人收到湖北证监局《行政处罚事先告知书》。经查明，2019年至2022年期间，因间接控股股东当代集团资金需求，公司存在未及时披露关联方非经营性资金占用、2019年及2020年年报重大遗漏等违规行为。相关占用资金本金及利息已于2022年4月全部归还。根据告知书，湖北证监局拟对公司给予警告并处以1050万元罚款；对时任实控人艾路明给予警告并罚款1100万元，同时对其采取终身证券市场禁入措施；相关高管给予警告和处以罚款。本次处罚不触及重大违法强制退市情形，亦不触及其他风险警示情形。该处罚落地标志着原控股股东当代集团遗留的合规风险出清，公司将在国资主导下全面聚焦经营发展。

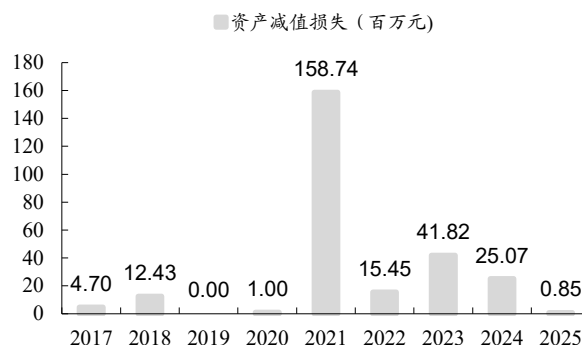
逐步剥离亏损资产，负债率持续优化。2017年起，公司通过转让股权等方式逐步剥离部分亏损资产，包括安吉田野牧歌公司、咸丰坪坝营、柴埠溪、崇阳旅业公司、南漳地产、保康九路寨等资产，以盘活资产存量、回笼现金、改善财务结构。2021年公司对剥离的亏损资产等进行集中减值计提，资产减值损失达1.59亿元，后续减值规模回落，资产质量持续优化。通过剥离低效资产，控制有息负债规模，公司资产近几年资产负债率不断降低，2024年，公司资产负债率23.62%，较2017年的67.49%减少43.87%。2025年末，资产负债率持续降低至20.02%。

图29: 公司资产负债率(%)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图30: 公司资产减值损失情况(百万元)

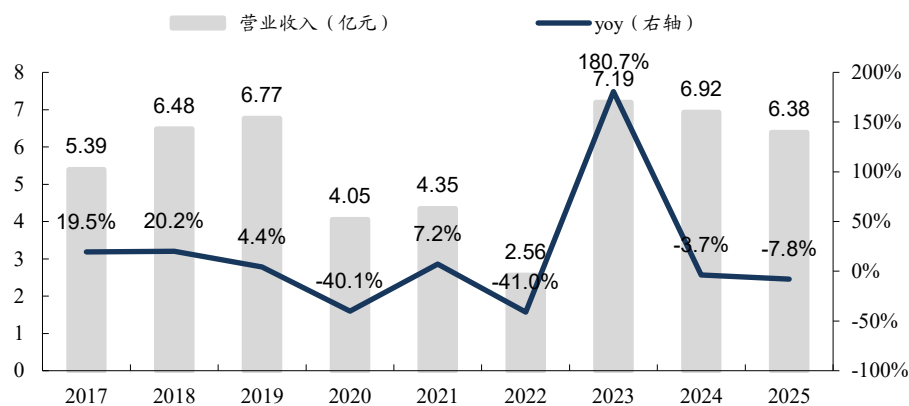


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

3. 财务分析

25 年营业收入增长承压。在 2018-2019 年保持稳健增长, 2019 年公司营收达到 6.77 亿元。2023 年营收为 7.19 亿元, 超越疫情前水平。2025 年受部分景区天气或限流影响, 客流带动收入下滑 8%至 6.38 亿元。

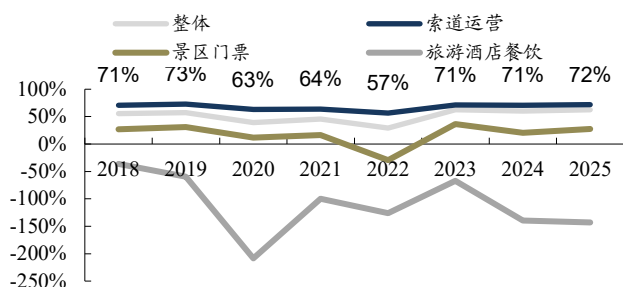
图31: 公司营业收入(亿元)与 yoy



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

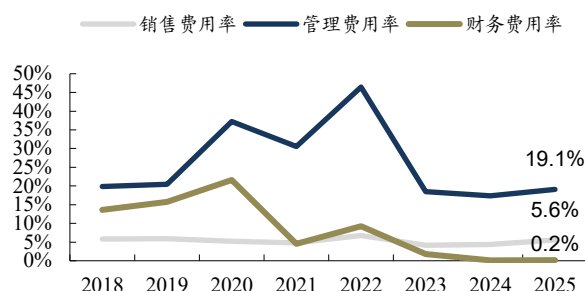
公司毛利率相对稳定。2019 年公司整体毛利率为 57%, 其中公司索道运营业务毛利率超过 70%, 而旅游酒店餐饮业务毛利率承压。2024/2025 年毛利率分别为 60%/62%, 保持相对稳定。2025 年, 管理、销售和财务费用率分别为 19.1%/5.6%/0.2%。

图32：公司分业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

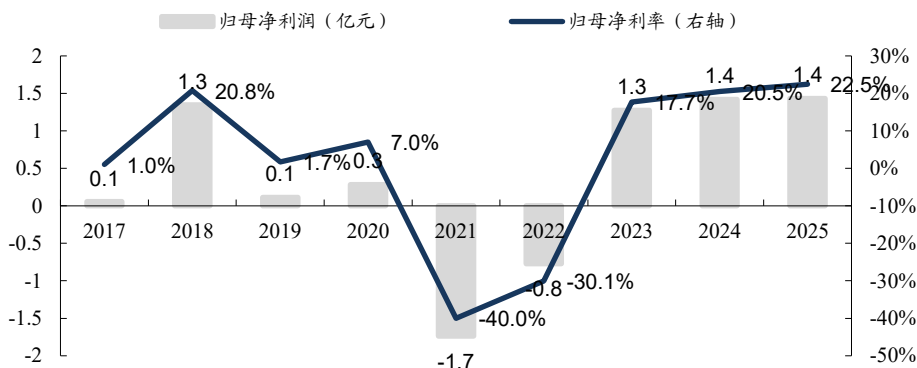
图33：公司期间费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利能力持续提升。公司 2018 年归母净利润为 1.3 亿元，归母净利率为 20.8%。2023 年行业持续复苏，公司归母净利润恢复至 1.28 亿元，归母净利率为 17.7%。2025 年利润为 1.43 亿元，yoy+1.0%，归母净利率为 22.5%，盈利能力逐步提升。

图34：公司归母净利润及归母净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测

关键假设：

贵州梵净山项目：梵净山项目作为三特索道核心营收支柱，精准把握文旅融合趋势，联合热门 IP 实现品牌年轻化与热度双升。预测 2026-2028 年收入分别为 2.30/2.34/2.39 亿元，同比+5.0%/2.0%/2.0%。

华山索道公司：2025 年极端天气等因素影响客流下滑，全年营收及净利润分别下降

-20.4%/-25.9%，25 年公司打破单一平台依赖打造全渠道营销链路。我们预测 2026-2028 年收入分别为 1.22/1.26/1.30 亿元，同比+12.8%/3.0%/3.0%。

珠海索道公司：珠海项目改造完成后大力拓展二消增收，通过精细化运营，2025 年客流/营收/净利润同比增长 6.9%/3.9%/13.4%。我们预测 2026-2028 年收入分别为 0.70/0.73/0.77 亿元，同比+5.3%/5.0%/5.0%。

海南猴岛项目：海南猴岛项目持续升级改造，依托自贸港全岛封关及免签政策红利。预测 2026-2028 年收入分别为 1.03/1.20/1.38 亿元，同比 13.4%/15.5%/15.2%。

表2：三特索道收入预测拆分（单位：亿元）

收入拆分	2025	2026E	2027E	2028E
贵州梵净山项目	2.19	2.30	2.34	2.39
yoy	-7.7%	5.0%	2.0%	2.0%
华山索道公司	1.08	1.22	1.26	1.30
yoy	-20.4%	12.8%	3.0%	3.0%
珠海索道公司	0.66	0.70	0.73	0.77
yoy	3.9%	5.3%	5.0%	5.0%
海南猴岛项目	0.91	1.03	1.20	1.38
yoy	-14.0%	13.4%	15.5%	15.2%
庐山三叠泉公司	0.43	0.48	0.54	0.63
yoy	9.3%	10.4%	12.4%	17.4%
千岛湖公司（合并）	0.34	0.37	0.62	1.56
yoy	15.5%	8.5%	69.4%	150.0%
东湖海洋公园公司	0.53	0.50	0.49	0.49
yoy	-15.1%	-5.0%	-1.8%	0%
其他	0.25	0.20	0.19	0.20
收入合计	6.38	6.79	7.37	8.71
yoy	-7.8%	6.4%	8.6%	18.1%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

毛利率及费用率方面：公司持续深化降本增效，毛利率稳中有增，销售、管理、财务费用率均有所增长，预计后续稳中缓降。我们预计 2026-2028 年毛利率为 63.2%/64.3%/66.2%，各年销售、管理、财务费用率合计为 24.7%/23.7%/23.4%。

表3：毛利率和费用率预测

指标	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	62.4%	63.2%	64.3%	66.2%
销售费用率	5.6%	5.5%	5.3%	5.3%
管理费用率	19.1%	19.0%	18.4%	18.2%
财务费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

我们预测公司 2026-2028 年营业收入分别为 6.79/7.37/8.71 亿元，yoy+6.4%/+8.6%/+18.1%，随着客流带动收入增长和运营效率提升，2026-2028 年归母净利润分别为 1.76/2.00/2.45 亿元，yoy+23.0%/13.3%/22.4%，归母净利率为 26.0%/27.1%/28.1%。

表4：营收和归母净利润预测

指标	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	6.38	6.79	7.37	8.71
yoy	-7.8%	6.4%	8.6%	18.1%
归母净利润（亿元）	1.43	1.76	2.00	2.45
归母净利率	22.5%	26.0%	27.1%	28.1%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

4.2. 投资建议

三特索道作为全国索道投资运营龙头，核心项目运营成熟盈利稳健。武汉国资理顺管理机制，公司持续推进存量项目改造和新项目建设，降本增效下释放业绩增量。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润为 1.76/2.00/2.45 亿元，对应 PE 为 16/14/12 倍。选择有扩张预期的景区上市公司黄山旅游、峨眉山 A、九华旅游和三峡旅游作为可比公司，截至 2026 年 5 月 15 日，2026 年可比公司平均 PE 估值为 21 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表5：三特索道可比公司估值（截至 2026 年 5 月 15 日）

股票代码/ 简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				P/E				投资 评级
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
600054.SH/ 黄山旅游	69	2.9	3.5	4.0	4.5	23	19	17	15	未评级
000888.SZ/ 峨眉山 A	58	2.2	2.8	3.2	3.7	26	20	18	15	未评级
603199.SH/ 九华旅游	40	2.1	2.4	2.7	3.0	18	16	15	13	买入
002627.SZ / 三峡旅游	49	0.6	1.7	2.4	3.2	77	30	20	16	增持
4 家可比公司按市值加权平均 PE							21	18	15	
002159.SZ/ 三特索道	28	1.4	1.8	2.0	2.5	20	16	14	12	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：三特索道、九华旅游、三峡旅游盈利预测由东吴证券研究所给出，黄山旅游，峨眉山 A 预测为 2026 年 5 月 15 日 wind 一致预期

5. 风险提示

宏观经济波动：若宏观经济波动、扩大内需政策效果不及预期，居民旅游意愿下行，公司客流增长或承压，进而影响公司营业收入及净利润。

新项目落地进度不及预期：公司将开发建设千岛湖牧心谷等新项目，若新项目落地进度不及预期，将影响公司业务成长性。

自然灾害和极端天气影响经营：公司核心的索道营运及景区门票业务受天气影响显著，异常和极端天气将导致客流下降，进而对营收造成不利影响。

三特索道三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	501	681	897	1,170	营业总收入	638	679	737	871
货币资金及交易性金融资产	330	506	719	986	营业成本(含金融类)	240	250	263	294
经营性应收款项	18	20	23	25	税金及附加	7	7	7	9
存货	10	11	11	11	销售费用	36	37	39	46
合同资产	0	0	0	0	管理费用	122	129	136	159
其他流动资产	143	144	145	148	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	1,396	1,356	1,301	1,239	财务费用	1	1	0	(1)
长期股权投资	93	93	93	93	加:其他收益	4	2	2	3
固定资产及使用权资产	908	854	798	741	投资净收益	(14)	0	0	0
在建工程	51	67	73	75	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	121	119	117	114	减值损失	2	1	1	1
商誉	90	90	90	90	资产处置收益	(1)	20	13	9
长期待摊费用	7	9	10	11	营业利润	224	278	308	377
其他非流动资产	125	122	118	114	营业外净收支	(5)	(3)	(2)	(2)
资产总计	1,897	2,037	2,198	2,409	利润总额	219	275	306	375
流动负债	207	214	225	253	减:所得税	65	85	92	112
短期借款及一年内到期的非流动负债	7	7	7	7	净利润	154	190	214	262
经营性应付款项	8	8	7	8	减:少数股东损益	11	13	15	18
合同负债	15	15	16	19	归属母公司净利润	143	176	200	245
其他流动负债	178	184	194	218	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.81	0.99	1.13	1.38
非流动负债	172	179	184	189	EBIT	240	276	306	374
长期借款	1	1	1	1	EBITDA	320	352	385	454
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	62.35	63.25	64.34	66.21
租赁负债	106	111	116	121	归母净利率(%)	22.45	25.96	27.09	28.08
其他非流动负债	66	67	67	67	收入增长率(%)	(7.81)	6.41	8.56	18.15
负债合计	380	393	409	442	归母净利润增长率(%)	0.96	23.03	13.28	22.45
归属母公司股东权益	1,461	1,575	1,705	1,865					
少数股东权益	56	69	84	102					
所有者权益合计	1,517	1,644	1,789	1,967					
负债和股东权益	1,897	2,037	2,198	2,409					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	228	255	295	363	每股净资产(元)	8.24	8.88	9.62	10.52
投资活动现金流	(161)	(19)	(14)	(12)	最新发行在外股份(百万股)	177	177	177	177
筹资活动现金流	(111)	(61)	(68)	(83)	ROIC(%)	10.57	11.23	11.66	13.05
现金净增加额	(45)	175	213	267	ROE-摊薄(%)	9.81	11.20	11.71	13.11
折旧和摊销	80	76	79	80	资产负债率(%)	20.02	19.28	18.60	18.34
资本开支	(41)	(16)	(12)	(11)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.75	16.05	14.17	11.57
营运资本变动	(23)	4	10	24	P/B (现价)	1.94	1.80	1.66	1.52

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>